



Intellectual Capital dan Investment Decisions: Peran Mediasi Annual Report Readability pada Badan Usaha Milik Negara di Indonesia

Intellectual Capital and Investment Decisions: The Mediating Role of Annual Report Readability in Indonesian State-Owned Enterprises

Julita^{1*}, Desmiyawati², Deby Kurnia³, Rio J.M Marpaung⁴, Muhammad Luthfi Iznillah⁵, Sandi Pratama⁶, Pramesti Wisu Zerfi⁷

^{1,2,4,6,7}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Riau, Kota Pekanbaru

³Fakultas Pertanian, Universitas Riau, Kota Pekanbaru

⁵Politeknik Negeri Bengkalis, Bengkalis

Email: *¹julita@lecturer.unri.ac.id

Article Info

Article history:

Received: 1 September 2025

Accepted: 11 Desember 2025

Published: 20 Desember 2025

Keywords: *intellectual capital; annual report readability; investment decisions*

DOI:10.37859/jae.v15i2.10111

JEL Classification: M41, G23

Abstrak

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh Intellectual Capital (IC) terhadap keputusan investasi dengan keterbacaan laporan tahunan (Annual Report Readability/AnRR sebagai mediasi. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan objek 20 BUMN Non Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018–2023. Teknik sampling yang digunakan adalah sensus, dengan data sekunder diperoleh dari laporan tahunan melalui BEI dan situs resmi perusahaan. Analisis data dilakukan menggunakan *Structural Equation Modeling-Partial Least Squares* (SEM-PLS). Hasil penelitian menunjukkan IC berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, menegaskan pentingnya pengelolaan aset intelektual dalam menarik investor. Sebaliknya, AnRR tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, baik secara langsung maupun tidak langsung dalam hubungan antara IC dan keputusan investasi. Begitupun untuk variabel ROA, dan Leverage tidak berpengaruh signifikan.

This study aims to analyze the effect of Intellectual Capital (IC) on investment decisions with Annual Report Readability (AnRR) as a mediating variable. The study employs a quantitative approach with a research sample consisting of 20 non-financial state-owned enterprises (SOEs) listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2018–2023 period. A census sampling technique was applied, and secondary data were obtained from annual reports available through the IDX and the companies' official websites. Data analysis was carried out using Structural Equation Modeling-Partial Least Squares (SEM-PLS). The findings reveal that IC has a significant effect on investment decisions, highlighting the importance of intellectual asset management in attracting investors. Conversely, AnRR does not have a significant effect on investment decisions, either directly or indirectly, in mediating the relationship between IC and investment decisions. Similarly, ROA and leverage were found to have no significant influence.

PENDAHULUAN

Badan Usaha Milik Negera (BUMN) merupakan salah satu penggerak utama perekonomian dan instrumen pembangunan di Indonesia, BUMN berfungsi sebagai penyedia layanan publik, menciptakan nilai ekonomi melalui kontribusi pada pendapatan negara, penciptaan lapangan kerja, serta penyediaan infrastruktur vital yang menopang pertumbuhan ekonomi (Kementerian BUMN, 2023). Dengan posisi tersebut, BUMN dituntut untuk senantiasa adaptif terhadap dinamika bisnis global, yang dalam beberapa dekade terakhir, menunjukkan perubahan paradigma dari ekonomi berbasis aset ke ekonomi berbasis pengetahuan. Pergeseran ini telah meningkatkan kesadaran akan pentingnya intellectual capital (IC) sebagai sumber daya strategis bagi bisnis (Julita et al., 2025). Dalam konteks persaingan global, keberhasilan BUMN tidak lagi hanya ditentukan oleh pengelolaan aset fisik, tetapi juga oleh kemampuan mengoptimalkan aset tak berwujud seperti intellectual capital. Konsep *Intellectual Capital* (IC) mencakup tiga pilar utama *human capital*, *structural capital*, dan *relational capital* yang dianggap mampu menciptakan nilai berkelanjutan yang tidak dapat ditiru oleh kompetitor (Pulic, 1999; Saeedi et al., 2023). Dalam perspektif *resource-based view* (RBV), IC merupakan aset tidak berwujud yang memberikan keunggulan kompetitif apabila dikelola secara efektif (Barney, 1991; Muharam, 2017). Optimalisasi IC memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan daya saing, serta kualitas pengambilan keputusan strategis, termasuk keputusan investasi (Farooq et al., 2022; Saidi et al., 2025). Lebih jauh, *stakeholder theory* juga menekankan bahwa pemanfaatan IC ditujukan untuk meningkatkan kinerja keuangan sekaligus membangun legitimasi dan kepercayaan di mata investor maupun masyarakat luas (Friedman & Miles, 2006; Hörisch et al., 2020; Iznillah et al., 2024). Seiring dengan itu, pola pengambilan keputusan investasi juga mengalami perubahan, yang kini semakin mengandalkan informasi berbasis pengetahuan dan keterbukaan laporan keuangan sebagai landasan utama dalam menilai prospek perusahaan (Farooq et al., 2022). Dengan demikian, IC berpotensi memengaruhi keputusan investasi, baik melalui peningkatan nilai perusahaan maupun kualitas informasi yang disampaikan ke pasar.

Laporan tahunan menjadi salah satu instrumen komunikasi penting antara manajemen dan pemangku kepentingan, karena mencerminkan capaian kinerja keuangan, strategi, tata kelola, dan arah perusahaan ke depan (Li, 2008). Dalam konteks ini, laporan tahunan menjadi instrumen komunikasi utama, dan keterbacaannya/*Annual Report Readability* (AnRR) berperan signifikan, sebab laporan yang jelas, ringkas, dan mudah dipahami mampu meningkatkan transparansi serta meminimalkan asimetri informasi antara perusahaan dan investor (Huong Dau et al., 2024). Laporan yang kompleks dan sulit dipahami justru memperbesar *information asymmetry*, sedangkan laporan yang jelas dan transparan meningkatkan kredibilitas serta persepsi tata kelola yang baik (Hesarzadeh & Rajabalizadeh, 2019). Penelitian sebelumnya (Li, 2008; Loughran & McDonald, 2014) menunjukkan bahwa AnRR dapat memengaruhi kualitas pengelolaan perusahaan dan reaksi pasar. Dengan demikian, AnRR dapat memengaruhi persepsi investor dan selanjutnya berdampak pada keputusan investasi.

Fenomena AnRR menjadi semakin relevan ketika dikaitkan dengan karakteristik Badan Usaha Milik Negera (BUMN) di Indonesia. Sebagai entitas yang menguasai sektor-sektor vital, BUMN memegang peranan ganda: sebagai motor penggerak perekonomian sekaligus pelaksana mandat sosial dan politik (bumn.go.id, n.d.; itrade.cgsi.co.id, 2022). Peran ganda ini menimbulkan kompleksitas dalam penyusunan laporan tahunan, karena BUMN dituntut untuk menyajikan kinerja keuangan, akuntabilitas sosial, dan kontribusi terhadap pembangunan nasional (Purwanti & Lestari, 2021; Siti Nur Fariyah, 2023). Di sisi lain, isu transparansi dan tata kelola BUMN kerap menjadi sorotan publik. Beberapa kasus penyalahgunaan aset, inefisiensi, dan kegagalan investasi menimbulkan pertanyaan mengenai sejauh mana IC dikelola dengan baik dan bagaimana keterbukaan informasi dapat menjawab kebutuhan investor. Pada saat yang sama, pemerintah mendorong praktik keterbukaan informasi yang

lebih baik, termasuk peningkatan kualitas laporan tahunan. Namun, implementasi di lapangan masih menghadapi tantangan, Kasus laporan keuangan Garuda Indonesia (2018) menunjukkan bagaimana kompleksitas dan ketidakjelasan laporan bisa menimbulkan polemik. Penolakan dua komisaris untuk menandatangani laporan keuangan menunjukkan adanya perbedaan persepsi terkait pengakuan pendapatan (CNN Indonesia, 2019). Selain itu, temuan *Indonesia Corruption Watch* (ICW) yang mencatat sedikitnya 119 kasus korupsi di lingkungan BUMN sepanjang 2016–2021 dengan total kerugian negara mencapai Rp 47,92 triliun (ICW, 2022), serta dugaan kasus baru pada 2022 yang melibatkan sejumlah BUMN besar (cnbcindonesia.com, 2023; nasional.tempo.co, 2022). Kasus-kasus tersebut merugikan negara sekaligus menandakan lemahnya tata kelola, transparansi, dan akuntabilitas di tubuh BUMN. Dalam konteks ini, kualitas informasi keuangan termasuk keterbacaan laporan tahunan menjadi semakin krusial karena berfungsi sebagai instrumen utama dalam membangun kepercayaan investor, meningkatkan legitimasi perusahaan, serta meminimalisasi risiko penyalahgunaan kewenangan yang merugikan publik (Dalwai et al., 2021; Lee, 2017; Lo et al., 2017; Luo et al., 2018).

Meskipun berbagai penelitian telah mengkaji pengaruh IC terhadap kinerja keuangan dan keputusan investasi, hasil yang diperoleh masih menunjukkan inkonsistensi, terutama dalam konteks BUMN (Iqbal & Zaib, 2017; Irwana & Sutrisno, 2023; Julita, 2020; Rachmawati et al., 2022). Inkonsistensi ini mengindikasikan adanya variabel lain yang mungkin berperan sebagai mekanisme penjelas. AnRR muncul sebagai faktor penting karena kualitas penyajian informasi terbukti dapat memengaruhi persepsi investor serta proses pengambilan keputusan investasi (Huong Dau et al., 2024). Namun, kajian yang mengintegrasikan keterbacaan laporan sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara IC dan keputusan investasi masih terbatas. Hal ini menimbulkan kesenjangan penelitian, khususnya dalam menjelaskan mekanisme bagaimana IC memengaruhi keputusan investasi melalui kualitas laporan tahunan. Selain itu, faktor-faktor keuangan seperti ROA dan *leverage* berpotensi memperkuat atau justru memperlemah hubungan tersebut, faktor ini sering digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian-penelitian sebelumnya (Huong Dau et al., 2024; Saeedi et al., 2023). Dengan memasukkan ROA dan *leverage* sebagai variabel kontrol, penelitian ini diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai peran IC dan keterbacaan laporan tahunan dalam membentuk keputusan investasi dalam konteks BUMN di Indonesia.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh IC terhadap keputusan investasi dengan AnRR sebagai variabel mediasi pada BUMN di Indonesia, dengan mempertimbangkan ROA dan *leverage* sebagai variabel kontrol. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoritis dengan memperkaya literatur mengenai hubungan IC, keterbacaan laporan, dan keputusan investasi, khususnya dalam kerangka mediasi. Dari sisi empiris, penelitian ini memberikan bukti berbasis data mengenai BUMN Indonesia yang memiliki peran strategis dalam perekonomian nasional, sekaligus menghadapi tuntutan transparansi yang tinggi. Sedangkan secara praktis, hasil penelitian dapat menjadi masukan bagi regulator, manajemen BUMN, dan investor dalam merumuskan kebijakan maupun strategi komunikasi yang lebih efektif, guna meningkatkan kualitas keputusan investasi dan memperkuat tata kelola perusahaan

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan objek penelitian pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN) non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), berjumlah 20 perusahaan (idxchannel.com, 2023). Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah sensus (total sampling), di mana seluruh populasi dijadikan sampel penelitian. Data yang dianalisis merupakan data sekunder yang diperoleh dari annual report masing-masing BUMN melalui situs resmi BEI maupun website perusahaan terkait, dengan periode pengamatan selama enam tahun, yaitu 2018–2023. Metode analisis data dilakukan *menggunakan Structural*

Equation Modeling (SEM) berbasis *Partial Least Squares* (PLS) dengan bantuan perangkat lunak SmartPLS. Teknik ini dipilih karena mampu menguji hubungan kausal yang kompleks antarvariabel laten serta sesuai untuk jumlah sampel relatif kecil dengan distribusi data yang tidak sepenuhnya normal (Ghozali, 2008).

Untuk mendukung kejelasan operasionalisasi penelitian, setiap variabel yang digunakan perlu didefinisikan secara konseptual dan diukur secara empiris. Tabel 1 memberikan gambaran sistematis mengenai definisi dan pengukuran masing-masing variabel penelitian, sehingga dapat memudahkan dalam proses analisis maupun interpretasi hasil penelitian.

Tabel 1. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel	Definisi	Pengukuran
<i>Intellectual Capital (X)</i>	Sumber daya Pengetahuan yang terdiri dari modal manusia (human capital), modal struktural (structural capital), dan modal konsumen (customer capital). Sumber: (Saeedi et al., 2023)	<i>Human Capital Efficiency (HCE)</i> <i>Structural Capital Efficiency (SCE)</i> <i>Customer Capital Efficiency (CCE)</i>
<i>Annual Report Readability (M)</i>	Keterbacaan Laporan Tahunan, yang menggambarkan tingkat kemudahan sebuah teks untuk dipahami oleh pengguna. Sumber: (Huong Dau et al., 2024)	FOG Indeks Flesch Indeks
<i>Investment Decision (Y)</i>	Keputusan Investasi: Keputusan manajerial terkait alokasi sumber daya perusahaan ke dalam aset atau proyek yang diharapkan memberikan keuntungan di masa depan. Sumber: (Huong Dau et al., 2024)	= Ln (Capital Expenditure)
Variabel Kontrol		
ROA	Rasio profitabilitas yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih dari total aset yang dimiliki. Sumber: (Fahmi, 2011)	$ROA = \frac{Total\ Laba}{Total\ Asset} \times 100\%$
Leverage	Rasio keuangan yang menunjukkan sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam struktur pendanaannya dibandingkan dengan ekuitas atau aset Sumber: (Fahmi, 2011)	$Leverage = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Asset} \times 100\%$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini mengeksplorasi bagaimana IC memengaruhi Investmen Decision dengan AnRR sebagai Variabel Mediasi. Dalam penelitian ini, 20 BUMN Non Keuangan di Indonesia diamati selama periode 6 tahun atau 120 observasi. Setelah data diperoleh, kemudian ditabulasikan sesuai kebutuhan penelitian. Hasil tabulasi kemudian diolah menggunakan aplikasi Smart PLS yang hasilnya dijelaskan sebagai berikut.

Statistik Deskriptif

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif seluruh variabel penelitian. Hasil menunjukkan bahwa HCE memiliki rata-rata tertinggi dibandingkan dimensi IC lainnya, sedangkan ROA memiliki nilai rata-rata negatif yang mengindikasikan adanya BUMN dengan kinerja keuangan kurang baik pada periode observasi. Variasi cukup besar juga terlihat dari nilai Ln CAPEX dan

AnRR Flesch, yang menunjukkan perbedaan strategi investasi dan keterbacaan laporan tahunan antar BUMN

Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Median	Min	Max	Std. Dev
HCE	120	0.728	0.574	0.119	2.927	0.552
SCE	120	0.272	0.450	-1.927	0.881	0.552
CCE	120	0.146	0.349	-2.436	0.848	0.641
LN-CAPEX	120	7.063	6.947	4.382	10.391	1.331
AnRR Flesch	120	36.258	35.000	10.000	60.000	15.096
AnRR Fog	120	18.550	19.000	12.000	25.000	3.786
ROA	120	-0.037	0.005	-1.476	0.309	0.187
Leverage	120	1.801	1.824	0.578	2.992	0.700

Sumber : Data olahan, 2025

Uji Validitas dan Reliabilitas

Tabel 3 menyajikan hasil uji validitas konvergen yang menunjukkan semua indikator memiliki *loading factor* > 0,50 dan AVE > 0,40, sehingga memenuhi kriteria *convergent validity*. Namun, hasil reliabilitas menunjukkan nilai *Composite Reliability* hanya *Annual Report Readability* yang berada di atas 0,60, sedangkan *Cronbach's Alpha* seluruhnya < 0,70. Kondisi ini masih dapat diterima karena indikator penelitian bersifat formatif. Pada indikator formatif, validitas tidak bergantung pada konsistensi internal, sehingga reliabilitas yang rendah bukan menjadi masalah utama. Penilaian indikator formatif lebih menekankan pada relevansi teoritis, kontribusi kausal setiap indikator dalam membentuk konstruk, serta tidak adanya multikolinieritas antarindikator, bukan pada korelasi antarindikator (Hair Jr et al., 2021).

Tabel 3. Hasil Uji Validitas dan Reliabilitas

Variabel	Item	Loading	AVE	Cronbach's Alpha	Composite Reliability
IC	HCE	1.000	0.998	-3.000	0.994
	SCE	1.000			
	CCE	0.998			
AnRR	Flesch	0.680	0.493	-0.030	0.660
	Fog	0.723			
Invest. Decision	Ln CAPEX	1.000	-	-	-
ROA	ROA	1.000	-	-	-
Leverage	Leverage	1.000	-	-	-

Sumber : Output Smart PLS, 2025

Effect Size (f²)

Tabel 4 menggambarkan Pengaruh IC terhadap *Investment Decision* berada pada kategori sedang (f² = 0.237), sedangkan terhadap *Annual Report Readability* tidak signifikan (f² = 0.006). Sementara itu, pengaruh AnRR terhadap *Investment Decision* cukup moderat (f² = 0.122). ROA dan Leverage memiliki efek kecil.

Tabel 4. Effect Size

Hubungan	f ²	Interpretasi
IC → AnRR	0.006	No effect
IC → Invest. Decision	0.237	Medium effect
AnRR → Invest. Decision	0.122	Moderate effect
ROA → Invest. Decision	0.019	No effect
Leverage → Invest. Decision	0.022	Small effect

Sumber : Output Smart PLS, 2025

Model Fit dan Uji Determinasi (R^2)

Tabel 5 menyajikan hasil uji determinasi yang menunjukkan bahwa IC hanya menjelaskan 0,5% varians AnRR, menunjukkan pengaruh sangat kecil. Sementara itu, IC dan AnRR secara bersama-sama menjelaskan 16,6% varians Investment Decision. Setelah menambahkan variabel kontrol, nilai R^2 meningkat menjadi 0,512, yang berarti variabel kontrol memperkuat daya jelaskan model. Sedangkan hasil pengujian model fit menunjukkan nilai SRMR = 0.092 < 0.10, sehingga model dinilai baik dan dapat diterima.

Tabel 5. Hasil Uji Determinasi

Model	R^2	R^2 Adjusted
AnRR (tanpa kontrol)	0.005	-0.003
Invest. Decision (tanpa kontrol)	0.187	0.166
Invest. Decision (dengan kontrol)	0.536	0.512

Sumber : Output Smart PLS, 2025

Hasil Uji Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis disajikan pada Tabel 6. IC terbukti berpengaruh signifikan terhadap Investment Decision, baik dengan maupun tanpa kontrol. Namun, hubungan IC → AnRR, AnRR → Investment Decision, dan mediasi IC → AnRR → Investment Decision semuanya tidak signifikan. ROA dan Leverage juga tidak signifikan.

Table 6. Rekapitulasi Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Tanpa Kontrol				Dengan Kontrol			
	Coef.	T stat.	P value	Ket.	Coef.	T stat.	P value	Ket.
IC → AnRR	-0.074	0.783	0.434	Tidak Sig.	-0.074	0.783	0.434	Tidak Sig.
IC → Inv	0.401	7.075	0.000	Signifikan.	0.473	5.497	0.000	Signifikan
AnRR → Inv	-0.016	0.177	0.860	Tidak Sig.	-0.071	0.914	0.361	Tidak Sig.
IC → AnRR → Inv	0.001	0.107	0.914	Tidak Sig.	0.005	0.463	0.643	Tidak Sig
ROA → Inv	-	-	-	-	0.134	1.455	0.146	Tidak Sig.
Leverage → Inv	-	-	-	-	0.102	1.415	0.157	Tidak Sig.

Sumber : Output Smart PLS, 2025

Hasil pengujian hipotesis pada tabel 6 menunjukkan bahwa IC berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, baik tanpa kontrol (Coef. = 0.401; p = 0.000) maupun dengan kontrol (Coef. = 0.473; p = 0.000), sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi IC, semakin kuat pengaruhnya dalam mendorong keputusan investasi pada BUMN. Sebaliknya, IC tidak berpengaruh terhadap keterbacaan laporan tahunan (AnRR), dan AnRR juga tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, baik secara langsung maupun sebagai mediator. Selain itu, variabel kontrol ROA dan Leverage juga tidak signifikan, meskipun keduanya mampu meningkatkan daya jelaskan model secara keseluruhan (R^2). Dengan demikian, IC terbukti sebagai faktor dalam memengaruhi keputusan investasi pada BUMN Indonesia, sedangkan keterbacaan laporan tahunan dan variabel kontrol tidak memberikan pengaruh langsung.

Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa IC berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi pada BUMN, baik tanpa kontrol maupun dengan kontrol. Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi pengelolaan IC baik berupa *human capital*, *structural capital*, maupun *relational capital* semakin kuat pula keyakinan investor dalam menanamkan modalnya. Sebaliknya, IC tidak berpengaruh signifikan terhadap AnRR, dan AnRR juga tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, baik sebagai variabel independen maupun mediator. Hal ini memperlihatkan bahwa dalam konteks BUMN di Indonesia investor

lebih menekankan substansi nilai strategis IC dibanding aspek keterbacaan laporan tahunan. Sementara itu, variabel kontrol berupa ROA dan leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, meskipun keberadaannya meningkatkan nilai R^2 model, yang menandakan bahwa faktor keuangan tetap berkontribusi dalam memperkuat daya jelaskan model.

Temuan ini sejalan dengan beberapa kerangka teoretis. Stakeholder Theory menjelaskan bahwa IC merupakan aset tak berwujud yang meningkatkan legitimasi dan kepercayaan investor maupun masyarakat luas (Friedman & Miles, 2006). Dalam konteks BUMN yang sarat mandat sosial, optimalisasi IC memperkuat kepercayaan publik sekaligus mendorong keputusan investasi (Farooq et al., 2022). Dari perspektif RBV, IC dipandang sebagai sumber daya unik yang sulit ditiru sehingga dapat menciptakan keunggulan kompetitif berkelanjutan (Barney, 1991). Penelitian ini mengonfirmasi peran IC sebagai faktor kunci dalam meningkatkan daya tarik investasi (Farooq et al., 2022). Sementara itu, Signaling Theory menegaskan bahwa IC berfungsi sebagai sinyal positif bagi investor meskipun keterbacaan laporan tahunan tidak signifikan (Morris, 1987). Dengan demikian, investor BUMN lebih memperhatikan substansi fundamental IC dibanding bentuk penyajian laporan tahunan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan studi terdahulu yang menyatakan IC berperan penting dalam mendorong keputusan investasi (Farooq et al., 2022; Thi Nhat Minh & Dinh Nguyen, 2024). Namun, hasilnya berbeda dengan penelitian yang menemukan keterbacaan laporan tahunan berpengaruh terhadap keputusan investor (Huong Dau et al., 2024). Dalam konteks BUMN Indonesia, aspek naratif laporan tampaknya kurang menentukan karena investor lebih fokus pada fundamental IC. Perbedaan juga muncul pada pengaruh ROA dan leverage. Jika dalam penelitian sebelumnya kedua faktor ini seringkali signifikan (Huong Dau et al., 2024; Husna et al., 2024), pada BUMN justru tidak demikian. Hal ini dapat dijelaskan oleh sifat BUMN yang relatif stabil, berorientasi pelayanan publik, dan sering mendapat dukungan pemerintah sehingga risiko keuangan lebih terkendali.

Analisis keterbacaan laporan tahunan dengan skor Flesch (10–60) dan Fog (12–25) memperlihatkan bahwa laporan keuangan BUMN berada pada level sulit hingga sangat sulit dibaca (Courtis, 1995; DuBay, 2004). Skor Flesch berada pada kisaran 10–30 menunjukkan bahwa teks laporan tahunan hanya dapat dipahami oleh kalangan akademisi atau profesional keuangan, sedangkan skor antara 30–60 tetap menuntut literasi finansial yang tinggi. Demikian pula, skor Fog berada pada tingkat kompleks (DuBay, 2004; Gunning, 1952). Kondisi ini menggambarkan bahwa laporan tahunan BUMN kurang mudah dipahami oleh masyarakat umum termasuk investor. Penyajian dengan istilah teknis, kalimat panjang, dan struktur kompleks membatasi aksesibilitas informasi (Jayasree & Shette, 2021; Luo et al., 2018). Dari perspektif *stakeholder theory*, keterbacaan yang rendah berpotensi menghambat transparansi dan akuntabilitas publik (Luo et al., 2018; Rajabalizadeh & Schadewitz, 2025), meskipun investor profesional mungkin tidak terlalu terpengaruh karena sudah terbiasa menghadapi kompleksitas informasi keuangan (Huong Dau et al., 2024). Hal ini pula yang dapat menjadi sebab mengapa AnRR tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

Dalam perspektif Signaling Theory (Spence, 1973; Morris, 1987), keterbacaan laporan tahunan diharapkan mampu menjadi sinyal kualitas informasi yang membantu investor menilai kinerja serta risiko perusahaan. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa AnRR tidak memberikan pengaruh yang signifikan, sehingga tidak berfungsi sebagai mekanisme penyampai sinyal yang efektif bagi investor. Meskipun tingkat keterbacaan laporan BUMN tergolong rendah sehingga aksesibilitas informasi bagi publik menjadi terbatas, kondisi tersebut tidak cukup memengaruhi interpretasi maupun keputusan investasi. Dalam penelitian ini terlihat bahwa investor cenderung mengabaikan kompleksitas teks naratif karena pertimbangan utama dalam penilaian investasi lebih berfokus pada faktor keuangan, reputasi institusional, dan jaminan pemerintah. Akibatnya, sinyal yang dikomunikasikan melalui keterbacaan laporan

tahunan belum mampu diterjemahkan sebagai indikator kualitas perusahaan dalam pasar modal, yang mengindikasikan bahwa peran komunikatif laporan tahunan BUMN masih belum optimal dalam menyampaikan informasi yang bernilai ekonomi bagi para pengambil keputusan.

Penelitian ini memberikan kontribusi penting bagi literatur keuangan dan akuntansi dengan menegaskan bahwa IC merupakan faktor utama yang mendorong keputusan investasi pada BUMN. Sementara itu, keterbacaan laporan tahunan tidak menjadi determinan signifikan, meskipun literatur terdahulu menekankan peran pentingnya dalam konteks perusahaan swasta. Hasil ini sekaligus memperkuat RBV dan stakeholder theory dalam konteks emerging market, aset tak berwujud menjadi sumber daya strategis utama bagi perusahaan milik negara (Barney, 1991; Friedman & Miles, 2006). Implikasi praktis dari penelitian ini menegaskan bahwa BUMN perlu memperkuat pengelolaan IC baik melalui pengembangan SDM, inovasi struktural, maupun pembangunan jaringan relasi dengan stakeholder untuk meningkatkan daya tarik investasi. Meskipun keterbacaan laporan tahunan tidak signifikan, aspek ini tetap relevan untuk mendukung transparansi dan akuntabilitas publik (Hesarzadeh & Rajabalizadeh, 2019). Bagi investor, IC dapat dijadikan indikator strategis dalam menilai prospek investasi di BUMN. Sementara itu, bagi regulator, hasil ini dapat menjadi masukan dalam merancang kebijakan pelaporan keuangan yang lebih komunikatif namun tetap menjaga kualitas substansi.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa Intellectual Capital (IC) memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi pada BUMN, baik dengan maupun tanpa variabel kontrol. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kualitas pengelolaan dan pemanfaatan IC, maka semakin kuat daya tarik perusahaan dalam mendorong keputusan investasi. Sementara itu, Annual Report Readability tidak menunjukkan pengaruh yang berarti terhadap keputusan investasi. Investor tampaknya lebih fokus pada nilai strategis dan potensi IC daripada aspek keterbacaan laporan dalam menentukan arah investasi. Dengan demikian, meskipun laporan tahunan merupakan media komunikasi penting, faktor substansi lebih diperhatikan dibandingkan gaya bahasa penyajian. Peran IC sebagai aset tak berwujud menjadi faktor dominan yang memengaruhi persepsi dan keputusan investor.

Lebih lanjut, hasil analisis menunjukkan bahwa AnRR tidak mampu menjadi mediator dalam hubungan antara IC dan keputusan investasi. Meskipun keterbacaan laporan diukur dengan skor Flesch dan Fog, hasilnya tetap tidak signifikan dalam memengaruhi minat investor. Investor tidak secara langsung mempertimbangkan tingkat kemudahan membaca laporan tahunan sebagai dasar pengambilan keputusan. Variabel kontrol berupa ROA dan Leverage juga tidak berpengaruh signifikan, meskipun keduanya berkontribusi dalam meningkatkan daya jelaskan model penelitian. Hal ini menegaskan bahwa keberhasilan BUMN dalam menarik investor lebih ditentukan oleh kualitas IC dibandingkan faktor keterbacaan laporan. Oleh karena itu, perusahaan perlu berfokus pada penguatan IC sebagai strategi utama untuk meningkatkan daya tarik investasi

SARAN

Meskipun memberikan temuan yang penting, penelitian ini memiliki keterbatasan. Fokus hanya pada BUMN membuat hasilnya kurang dapat digeneralisasi ke sektor swasta. Selain itu, pengukuran keterbacaan laporan tahunan berbasis skor Flesch dan Fog mungkin belum menangkap kualitas informasi secara menyeluruh. Variabel kontrol yang digunakan juga terbatas pada ROA dan leverage, padahal faktor lain seperti ukuran perusahaan, pertumbuhan, atau struktur kepemilikan juga berpotensi memengaruhi keputusan investasi. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan memperluas objek pada sektor swasta atau lintas negara guna memperoleh komparasi yang lebih komprehensif. Penggunaan metode analisis keterbacaan yang lebih canggih, seperti textual analysis berbasis machine learning, juga dapat meningkatkan

akurasi pengukuran. Selain itu, variabel kontrol dapat diperluas dengan memasukkan ukuran perusahaan, pertumbuhan, maupun tata kelola agar menghasilkan model penelitian yang lebih mendalam dan representatif.

DAFTAR PUSTAKA

- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- bumn.go.id. (n.d.). *Kontribusi Bisnis BUMN*.
<https://Bumn.Go.Id/Prioritas/Prioritas/Kontribusi%20Bisnis%20BUMN>.
- cnbcindonesia.com. (2023, September 19). *Kronologi Lengkap Kasus Korupsi Karen Agustiawan Versi KPK*. <https://Www.Cnbcindonesia.Com/News/20230919200602-4-473861/Kronologi-Lengkap-Kasus-Korupsi-Karen-Agustiawan-Versi-Kpk>.
- CNN Indonesia. (2019, June 28). *Kemenkeu Beberkan Tiga Kelalaian Auditor Garuda Indonesia Baca artikel CNN Indonesia “Kemenkeu Beberkan Tiga Kelalaian Auditor Garuda Indonesia”*. <https://Www.Cnnindonesia.Com.https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20190628124946-92-407304/kemenkeu-beberkan-tiga-kelalaian-auditor-garuda-indonesia>
- Courtis, J. K. (1995). Readability of annual reports: Western versus Asian evidence. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 4–17.
- Dalwai, T., Chinnasamy, G., & Mohammadi, S. S. (2021). Annual report readability, agency costs, firm performance: an investigation of Oman’s financial sector. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 11(2), 247–277.
- DuBay, W. H. (2004). The principles of readability. *Online Submission*.
- Fahmi, i. (2011). *Analisis Kinerja Keuangan*. alfabeta.
- Farooq, U., Tabash, M. I., Anagreh, S., & Khudoykulov, K. (2022). How do market capitalization and intellectual capital determine industrial investment? *Borsa Istanbul Review*, 22(4), 828–837. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.05.002>
- Friedman, A. L., & Miles, S. (2006). *Stakeholders: Theory and practice*. OUP oxford.
- Ghozali, I. (2008). *Structural equation modeling: Metode alternatif dengan partial least square (pls)*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gunning, R. (1952). The technique of clear writing. (*No Title*).
- Hair Jr, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M., Danks, N. P., & Ray, S. (2021). *Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) using R: A workbook*. Springer Nature.
- Hesarzadeh, R., & Rajabalizadeh, J. (2019). The impact of corporate reporting readability on informational efficiency. *Asian Review of Accounting*, 27(4), 489–507.
- Hörisch, J., Schaltegger, S., & Freeman, R. E. (2020). Integrating stakeholder theory and sustainability accounting: A conceptual synthesis. *Journal of Cleaner Production*, 275, 124097. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124097>
- Huong Dau, N., Duy, V. N., & and Thi Thanh Diem, H. (2024). Annual report readability and firms’ investment decisions. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2296230. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2296230>
- Husna, A., Zulyana, M., Aryani, D. S., & Andriyani, I. (2024). The Influence Of Intellectual Capital And Leverage On Financial Performance In Banking Companies Listed On The Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Management and Business Economics*, 3(1), 35–42.

- ICW. (2022). *Tren Penindakan Kasus Korupsi Badan Usaha Milik Negara Tahun 2016 - 2021*.
- Iqbal, J., & Zaib, J. (2017). Corporate governance, intellectual capital and financial performance of banks listed in Pakistan stock exchange. *Pakistan Administrative Review*, 1(3), 175–196.
- Irwana, I., & Sutrisno. (2023). The Effect of Intellectual Capital, Tax Avoidance and Leverage on Firm Value and Profitability. *International Journal of Economics, Business and Management Research*. <https://doi.org/10.51505/ijebmr.2023.7301>
- itrade.cgsi.co.id. (2022, August 8). *ERICK THOHIR : BUMN PUNYA PERAN PENTING DALAM PEREKONOMIAN INDONESIA*. <https://itrade.Cgsi.Co.Id/Erick-Thohir-Bumn-Punya-Peran-Penting-Dalam-Perekonomian-Indonesia>.
- Iznillah, M. L., Saidi, J., & Rasuli, M. (2024). Reaksi Investor terhadap Corporate Sustainability Performance: A Review Of Literature Using Stakeholder Theory. *Jurnal Akuntansi, Manajemen, Bisnis Dan Teknologi*, 4(2), 300–311.
- Jayasree, M., & Shette, R. (2021). Readability of annual reports and operating performance of Indian banking companies. *IIM Kozhikode Society & Management Review*, 10(1), 20–30.
- Julita. (2020). *Intellectual Capital dan Kinerja Keuangan*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Riau.
- Kementerian BUMN. (2023). *Laporan Tahunan Tahun 2022*.
- Lee, S. (2017). Annual Report Readability, Firm Performance, and Earnings Management. *국제회계연구*, 76, 127–150.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2–3), 221–247.
- Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 1–25.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2014). Measuring readability in financial disclosures. *The Journal of Finance*, 69(4), 1643–1671.
- Luo, J., Li, X., & Chen, H. (2018). Annual report readability and corporate agency costs. *China Journal of Accounting Research*, 11(3), 187–212. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2018.04.001>
- Muharam, D. R. (2017). Penerapan konsep resources-based view (RBV) dalam upaya mempertahankan keunggulan bersaing perusahaan. *Jurnal Ilmu Administrasi: Media Pengembangan Ilmu Dan Praktek Administrasi*, 14(1), 82–95.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and business Research*, 18(69), 47-56.
- nasional.tempo.co. (2022). *Daftar BUMN Terseret Kasus Korupsi di 2022, Kena Blacklist?* Nasional.Tempo.Co. <https://nasional.tempo.co/Read/1672288/Daftar-Bumn-Terseret-Kasus-Korupsi-Di-2022-Kena-Blacklist>.
- Pulic, A. (1999). Basic information on VAICTM. *Available Online at: Www. Vaic-on. Net*.
- Purwanti, M., & Lestari, Y. D. (2021). Praktik Pengungkapan Sustainability Report dan Environmental Incidents: Studi pada Sustainability Report Perusahaan BUMN PT. Pertamina (Persero) Tahun 2017-2018. *Portofolio: Jurnal Ekonomi, Bisnis, Manajemen, Dan Akuntansi*, 18(1), 84–100.
- Rachmawati, R., Deliana, D., & Lestari, R. (2022). Intellectual Capital Performance Of State-Owned Enterprises In Indonesia. *Kajian Akuntansi*, 23(1), 14–25.

- Rajabalizadeh, J., & Schadewitz, H. (2025). Audit report readability and information efficiency: evidence from the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2024-0344>
- Saeedi, F., Salehi, M., & Yaghoubi, N. M. (2023). The relationship between intellectual capital and audit report readability and audit report tone. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. <https://doi.org/10.1108/JEAS-05-2023-0136>
- Saidi, J., Iznillah, M., & Andreas, A. (2025). Balancing Sustainability And Profitability: Optimizing Intellectual Capital And Its Challenges In Indonesian Manufacturing Companies. *JRAK*, 17(2), 33–47.
- Siti Nur Fariyah. (2023). Pengaruh Struktur Modal, Rasio Aktivitas, Dan Corporate Social Responsibility (Csr) Terhadap Profitabilitas Pada Perusahaan Bumn Di Indonesia Periode 2017-2021. UIN Syarif Hidayatullah.
- Spence, M. (1973). I the MIT press. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Thi Nhat Minh, T., & Dinh Nguyen, P. (2024). The impact of intellectual capital and market capitalization on corporate investment decisions: exploring the mediating and moderating effect of knowledge sharing and the COVID-19 pandemic. *Journal of Intellectual Capital*, 25(5/6), 1237–1258.